O cenário econômico do Brasil mudou bastante nas últimas semanas. Após um início de ano no mínimo promissor para diversos setores da economia - como os varejos tradicional e eletrônico -, as condições alteraram-se significativa e rapidamente devido à disseminação da Covid-19 em diversos países e às consequentes medidas restritivas impostas pelos governos para tentar frear a curva de infectados pela doença.

Nesse contexto, as varejistas foram “do céu ao inferno” em 30 dias. O anúncio do fechamento de shopping-centers e do comércio em geral estabeleceu uma realidade bastante desafiadora no curto prazo. Portanto, as ações das varejistas negociadas no ambiente de bolsa responderam de forma bastante negativa. Duas das mais famosas companhias do setor, Via Varejo (VVAR3) e Magazine Luiza (MGLU3), chegaram a cair 73,5% e 51% em um mês.

A seguir, descubra qual delas caiu mais e qual a Levante prefere.

## Breve história

O *case* da Magazine Luiza ficou bastante conhecido após suas ações valorizarem mais de 21.000% nos últimos 48 meses, saindo do nível de “mais uma” varejista e indo ao nível de referência no segmento de e-commerce no Brasil.

A empresa, que abriu capital em 2011, chegou a apresentar prejuízos no seu ano de estreia e em 2015 (R$ 65 milhões). Entretanto, o lema e o apetite da transformação digital transformaram a companhia em pouco tempo, levando-a a outro patamar de empresa. Seu *turnaround* (processo de recuperação financeira e/ou operacional) iniciou entre 2014 e 2015, após o CEO Fred Trajano alcançar a liderança da companhia. Já em 2014, a Magalu criou um laboratório para o desenvolvimento e a criação de tecnologias disruptivas, como *machine learning, big data, cloud, mobile* e internet das coisas (*Internet of Things*, IoT), enquanto as outras varejistas estavam ocupadas fazendo migração de ERP’s e PDV’s. A acertada decisão colocou-a bem à frente dos seus tradicionais concorrentes.

À época, as companhias separavam as operações digitais das físicas (caso das Lojas Americanas e da B2W), visto que havia uma supervalorização das empresas ligadas à web no mercado. Já a Magalu, a partir da sua virada de chave, passou a apostar na ligação entre os meios online e offline, nos ganhos de sinergia entre as operações e na melhora da entrega do produto ao cliente, melhorando assim sua experiência e reduzindo seus custos de estoque. A Via Varejo assistiu de camarote a transformação digital da sua concorrente, vendo a pequena varejista multiplicar seu valor de mercado e ultrapassar a tradicional dona das Casa Bahia e do Ponto Frio.

A partir do ano passado, foi a vez de a Via Varejo voltar aos holofotes com seu processo de *turnaround*. O fundador da Casas Bahia, Michael Klein, voltou a ter o controle da Via Varejo após um leilão na B3 em que o Grupo Pão de Açúcar se desfez de sua participação. O primeiro passo foi a troca no time de executivos de dentro da casa, com demissão de ao menos 15 executivos. Estes foram substituídos por nomes rodados no varejo nacional. Depois disso, o atual CEO, Roberto Fulcherberguer, foi escalado. Ele tem nas mãos a dura missão de repaginar a história da Via Varejo. Até o momento, mesmo com os alguns prejuízos reportados ao longo do ano passado, ele tem conseguido ganhar a confiança do mercado.

## Eventos recentes

De uns tempos para cá, a operação online da Via Varejo evoluiu bastante, mas ainda deixa a desejar em termos de variedade de produtos e volume de vendas no comparativo com outras companhias do setor, como a própria Magazine Luiza, as Lojas Americanas e o Mercado Livre. Com a quarentena imposta e a determinação do fechamento dos shoppings até 30 de abril, a Via Varejo perde seu maior trunfo: as lojas físicas. Mais de 70 por cento do faturamento atual da companhia vem do segmento “offline”.

Outro assunto relevante que movimentou a dinâmica do setor surgiu no dia 17 de março, quando foi veiculado na mídia que a Via Varejo poderia ter duros problemas devido ao seu alto nível de endividamento e baixo nível de caixa (liquidez). No dia, as ações da companhia caíram 31,5 por cento. Segundo a empresa, a divulgação fez-se necessária diante de recentes notícias veiculadas na mídia acerca de seu endividamento e de sua posição de caixa e diante de questionamentos endereçados ao seu departamento de Relações com Investidores (RI).

Após este episódio, ela comunicou o mercado - por meio de fato relevante - que a sua posição de caixa no fim de 2019 era de 4,37 bilhões de reais, ante 2,83 bilhões em 30 de setembro de 2019. Destes, 1,36 bilhão de reais estão devidamente em caixa e equivalentes, enquanto os outros 3 bilhões estão sob a forma de recebíveis de cartão de crédito. Por outro lado, a empresa divulgou ontem (26) seu resultado do 4T19. As suas obrigações de curto prazo eram de 8,8 bilhões de reais, sendo 1,6 bilhão de dívida de curto prazo e 7,2 bilhões de contas a pagar.

Em momentos de maior instabilidade econômica, o caixa é visto como um escudo, sendo fundamental para que a empresa continue suas atividades produtivas com capacidade em honrar as dívidas de curto prazo e o pagamento de seus fornecedores. No caso da Via Varejo, conforme destacamos acima, a posição não é tão confortável.

Por fim, um terceiro vetor foi a recente divulgação dos resultados de 2019. Os números apresentados foram levemente positivos, com a receita bruta no varejo eletrônico subindo 26 por cento no trimestre, refletindo as mudanças de sistemas de tecnologia e ajustes na operação, fruto das melhorias nos prazos de entrega, de avanços na plataforma tecnológica e nas ofertas de produtos, além do robusto crescimento do *marketplace*.

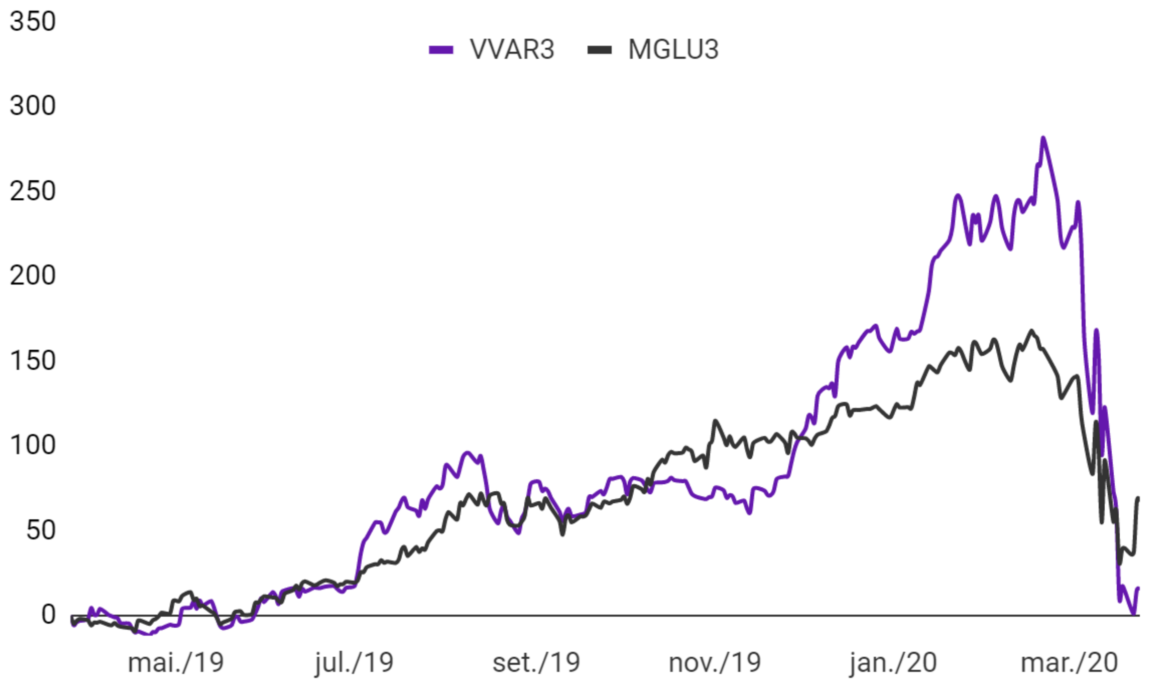
A companhia conseguiu reduzir ainda mais os seus estoques: queda de 216 milhões de reais em 12 meses, caindo para 4,6 bilhões de reais, o que equivale a 77 dias de vendas. Além disso, a companhia conseguiu aumentar a participação das vendas de produtos de terceiros (*marketplace*) ao apresentar crescimento de 58 por cento no período, com o e-commerce representando 24 por cento de suas vendas totais. A receita líquida do trimestre atingiu 7,6 bilhões de reais, aumento de 1,1 por cento em relação ao mesmo período de 2018.

Ela conseguiu reverter o prejuízo de 282 milhões do 4T2018 para um lucro líquido operacional de 78 milhões no 4T2019.

Por fim, ela comunicou que as investigações referentes aos indícios de fraude contábeis no balanço foram encerradas, com impacto negativo de 1,3 bilhão de reais para contingências referentes à manipulação de provisões trabalhistas no passado.

Já a Magazine Luiza, que realizou uma oferta pública de ações (*follow-on*) recentemente, está com caixa líquido (disponibilidades maiores que seu endividamento), o que a conforta neste cenário atual.

**Desempenhos 12 meses: ações despencam em fevereiro e março**




*Fonte: Comdinheiro | Elaboração: Levante Investimentos*

Nos últimos 12 meses, o desempenho da Magazine Luiza (em preto) está superior ao da Via Varejo (em roxo): valorização de 67% contra alta de 14,9%. É perceptível também que, após a escalada da VVAR3 entre novembro/19 e fevereiro/20, a queda foi bem mais brusca. As ações da Via Varejo atingiram seu topo em 21 de fevereiro, cotadas a R$ 16,41. Um mês e dois dias depois, ela alcançou seu preço mínimo no ano: R$ 4,41. A queda do preço máximo ao mínimo no ano foi de 73,5%. Já a “Magalu” atingiu seu topo em 17 de fevereiro, a R$ 58,85, caindo 51% até o seu menor patamar no ano - R$ 28,81 em 18 de março.

Após essas grandes quedas, o investidor com caixa e apetite a risco pode estar se perguntando: qual das duas “promoções” devo aproveitar?

## Análise Top-down: antes de tudo, como vai (estava indo) o setor?

Que o coronavírus irá trazer impactos relevantes para as empresas já não é novidade. Mas o que muda no longo prazo?

O setor de varejo eletrônico como um todo ainda está engatinhando no Brasil e certamente irá crescer muito nos próximos anos. A tendência é que, com a melhora do cenário econômico após a redução na taxa de número de novos casos e óbitos, haja um movimento de incremento no consumo agregado das famílias, como uma espécie de "repique" por conta da demanda reprimida.

Além disso, a democratização do uso do Smartphone e do acesso à internet irá acontecer com ou sem coronavírus, aumentando a participação do comércio eletrônico no varejo. Ou seja, o e-commerce se beneficiará tanto do crescimento do bolo como do tamanho maior da sua fatia.
Os dados demonstram que a penetração do e-commerce no Brasil ainda é pequena se comparada à dos Estados Unidos:

**Penetração em % do e-comm**

| | Tamanho de Mercado (R$B) | Penetração | Penetração | Diferença para os EUA |
|---|---|---|---|---|
| Fashion | 7,5 | 4,0% | 21,1% | 17,1% |
| Beleza e cuidados pessoais | 3,0 | 2,8% | 13,5% | 10,7% |
| Eletrônicos | 32,2 | 23,6% | 28,6% | 5,0% |
| Móveis | 5,4 | 8,8% | 14,9% | 6,1% |
| Farmácia | 0,5 | 1,5% | 11,6% | 10,1% |
| Pet | 0,5 | 2,6% | 16,1% | 13,5% |
| Comida e bebida | 1,4 | 0,5% | 1,4% | 0,9% |
| HIC | 0,6 | 1,7% | 7,8% | 6,1% |
| Brinquedos | 1,5 | 12,9% | 23,6% | 10,7% |
| Cuidados com a casa | 0,1 | 0,5% | 2,6% | 2,1% |
| Video games | 0,3 | 18,9% | 20,4% | 1,5% |

*Fonte: Apresentação 4T19 Magazine Luiza*

O ponto positivo é que o aumento dessa parcela tende a ser exponencial e em rede. Alguns estudos afirmam que o consumidor que experimenta uma compra online pela primeira vez se sente surpreendido positivamente com o processo, voltando a realizar compras maiores e em maior quantidade no futuro por se sentir mais seguro. Inclusive, o período de quarentena pode trazer a primeira experiência de compra online para muitos usuários. As lojas têm apostado neste segmento para manter algum faturamento durante este período.

## Mesmo setor, empresas distintas

Embora sejam do mesmo setor, comparar Via Varejo e Magazine Luiza não é totalmente justo. São histórias bastante diferentes, com um passado recente peculiar em cada caso e com empresas em estágios distintos: a Magazine Luiza está nas fases de consolidação e finalização da transformação digital no mercado, enquanto a Via Varejo engatinha os primeiros passos da sua recuperação.

A Magazine Luiza pode ser classificada como uma empresa de crescimento (*growth stock*) - dado seus múltiplos elevados -, expansão via aquisições (ex.: Netshoes) e alta expectativa de crescimento de lucro.

Já a Via Varejo é um caso de *turnaround* operacional. Ela é a empresa mais alavancada do setor. Ademais, ela ainda tenta arrumar a casa, muito mais preocupada em voltar a vender e dar lucro do que em focar em seu processo de digitalização.

## Preço importa

Não dá para comparar as duas empresas e ficar só no qualitativo. Afinal, o preço importa. Quando olhamos para o varejo, o múltiplo mais utilizado para análise de empresas é o EV/GMV. O EV (ou *Enterprise Value*) é a soma do valor de mercado (quantidade de ações multiplicado pela cotação da ação) com a sua dívida líquida (endividamento total menos o que a empresa possui em caixa e equivalentes).

Em suma, a parte superior desta fração representa qual seria o custo teórico de aquisição da companhia a mercado considerando também a sua dívida líquida atual.

Já a parte inferior representa o *Gross Merchandise Volume* - o valor total das vendas das mercadorias -, o total de vendas realizada dentro dos seus *marketplaces* e também outras receitas.

Quanto menor a relação entre as variáveis EV e GMV, mais "barata" está a empresa. Ou seja, paga-se menos pela máquina de vendas de todas as plataformas associadas (e-commerce próprio, lojas físicas, *marketplace*).

Este cálculo costuma ser realizado também para calcular o desconto de uma varejista eletrônica frente a outra.

| | VVAR3 | BTOW3 | MGLU3 |
|---|---|---|---|
| Quantidade de ações | 1.300 | 523 | 1.625 |
| Preço (24/mar) | 5,01 | 54,80 | 36,68 |
| Valor de mercado | 6.513 | 28.660 | 59.605 |
| Dívida Líquida (ex-contas a receber) | 817 | -475 | -3.615 |
| **EV** | **7.330** | **28.185** | **55.990** |
| **Ebitda 12 meses** | **1.736** | **600** | **1.233** |
| **GMV** | **7.500** | **18.778** | **22.048** |
| **EV/Ebitda** | **4,22** | **46,97** | **45,41** |
| **DL/Ebitda** | **0,47** | **-0,79** | **-2,93** |
| **EV/GMV** | **0,98** | **1,50** | **2,54** |

| | |
|---|---|
| **Desconto em relação à MGLU3** | **62%** |

*Fonte: B2W, Magazine Luiza e Via Varejo | Elaboração: Levante Investimentos*

Observando a tabela acima, vemos que as ações da Via Varejo hoje negociam com um desconto de 62% para a Magazine Luiza em relação ao múltiplo EV/GMV (2,54x contra 0,92x). O GMV estimado para 2020 da Via Varejo utilizado é o referente à sua operação online, de acordo com o *guidance* e com um ajuste da Levante por conta do impacto do coronavírus no PIB.

Outro múltiplo importante que vale a pena notar é o EV/Ebitda. Enquanto B2W e Magazine Luiza negociam na casa de 4,5x, Via Varejo negocia a apenas 5,5x seu lucro antes de impostos, taxas, depreciação e amortização.

## Após as grandes quedas, qual liquidação aproveitar?

A nossa opinião é a mesma do primeiro relatório: a diferença está no perfil de investidor. Magazine Luiza vem se mostrando uma empresa de fato sólida, que vem entregando resultados e convencendo o mercado de que sabe o que está fazendo. Com a recente captação por meio de seu último *follow-on*, a empresa garantiu caixa (caixa líquido de R$ 3,6 bilhões) para enfrentar a queda nas vendas e está preparada para seguir crescendo. A empresa não é mais somente uma companhia de varejo tradicional, mas, sim, uma grande empresa de tecnologia, principalmente depois que consolidou a aquisição da Netshoes, aumentando assim os produtos oferecidos em seu *marketplace*.

Via Varejo passa por um momento diferente, no início de um processo de *turnaround* operacional que começa a se materializar após o fechamento de 2019. Contudo, a recente desconfiança quanto à sua capacidade de navegar no mar turbulento e no alto nível de endividamento reduziu o "benefício da dúvida" que os investidores davam a ela. Sem dúvidas, os riscos operacional e financeiro da Via Varejo certamente são maiores do que os de Magazine Luiza, o que justifica a queda maior nos últimos 30 dias e a ampliação no desconto.

A volatilidade de Via Varejo pode ser demasiada para alguns investidores. A base acionária conta com um número elevado de Pessoas Físicas e o sucesso da empresa está mais sensível que na comparação com a Magalu. Nesse caso, vemos Magazine Luiza como um player mais adequado e pronto para enfrentar uma crise. Apesar de enxergarmos um menor retorno potencial, ainda vemos a gigante performando bem no curto prazo enquanto se planeja para o longo.

Uma terceira via é escolher as duas ações. Como são empresas em momentos diferentes, um player não necessariamente exclui o outro. Pelo contrário, a diversificação aumentará - desde que a exposição total no setor não seja demasiada, é claro.

Em resumo, o varejo eletrônico segue tendo uma excelente perspectiva para o futuro no Brasil. Faz sentido, portanto, contar com uma ação do setor na carteira.

**Como não ficamos em cima do muro - e a julgar pelos múltiplos negociados atualmente -, preferimos VVAR3. As ações da Via Varejo caíram mais do que as da Magazine Luiza, ampliando assim o desconto relativo entre ambas. Não dá para ficar fora da promoção. O novo *management* tem se mostrado capaz de realizar as mudanças na companhia. Ademais, a crise do coronavírus tende a ser superada pela empresa. Na nossa avaliação - e a julgar pelo preço atual -, a relação risco-retorno é mais positiva para as ações VVAR3.**

Um abraço e até breve,

Equipe Levante

Este Relatório Especial foi produzido pela equipe da *As Melhores Ações* e está disponível na plataforma da Levante.

A série é conduzida pelo especialista em ações Eduardo Guimarães.

Em 20 anos acompanhando a Bolsa, ele já produziu mais de 3.000 relatórios e analisou 1.500 balanços empresariais.

Sua missão é encontrar ações vencedoras com alto potencial de valorização.

Funciona assim:

Primeiro, Eduardo Guimarães informa a ação que você precisa ter e em que momento comprar. E, mais tarde, diz a hora certa de vender.

Em As Melhores Ações, você encontrará:

- As ações dos melhores setores que nos quais você precisa investir para ganhar dinheiro na Bolsa e o aviso de qual é o momento de venda.
- Relatórios semanais com as teses de investimento em cada uma das ações.
- Um manual prático com todas as informações para quem for comprar sua primeira ação.
- Um canal em que Eduardo responde às suas perguntas sobre o mercado acionário.
- Uma tabela com as taxas cobradas pelas principais corretoras.

Preparamos uma condição especial para os leitores desse relatório.

Isso porque entendemos que todos os brasileiros merecem ter acesso a informações financeiras de primeira qualidade.

O preço no site da Levante para assinatura anual da série *As Melhores Ações* é de 12x de R$ 21,90.
Só que você não pagará esse valor.

Quem assinar a série no link presente neste documento vai desembolsar bem menos.
Serão apenas 12x de R$ 14,90 por 1 ano de assinatura.

+++ LIBERAR ACESSO À SÉRIE AS MELHORES AÇÕES +++

Entendo que tudo isso pode ser novo para você, por isso farei algo especial. Se você assinar e achar que não é para você, poderá cancelar sem nenhum tipo de custo em até 15 dias – inclusive já deixei todos avisados aqui que vamos te devolver as 12 parcelas, ok?

+++ QUERO CONHECER AS MELHORES AÇÕES +++

**DISCLAIMER**

**Este relatório foi elaborado pela Levante Ideias de Investimento e o uso é exclusivo de seu assinante, estando protegido pela Lei de Direitos Autorais. Este conteúdo não pode ser reproduzido, copiado ou distribuído, no todo ou em parte, a terceiros, sem prévia e expressa autorização.**

Este documento tem como objetivo somente informar os leitores e não tem a finalidade de assegurar, prometer ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou isenção de risco para os leitores. O documento não tem o cunho de ofertar, negociar, comercializar ou distribuir títulos ou valores mobiliários ou qualquer outro instrumento financeiro.

As decisões de investimentos devem ser realizadas pelo próprio leitor.

O analista responsável poderá esclarecer dúvidas de seus leitores através de vídeos ou relatórios que serão enviados simultaneamente aos assinantes, mantendo e garantindo a isonomia de informações.

As informações deste relatório foram baseadas em fontes públicas e consideradas fidedignas na data de publicação, e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação com respeito a tal mudança.

Nos termos do artigo 17 da ICVM 598/2018, os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram que as recomendações contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente e autônoma.

Conforme o artigo 16, parágrafo único da ICVM 598/2018, o analista Rafael Bevilacqua se declara inteiramente responsável pelas informações e afirmações contidas neste relatório de análise.

Os valores mobiliários não contam com garantia do Fundo Garantidor de Crédito – FGC.